

University of Groningen

De economische efficiëntie van het Nederlandse faillissementssysteem

Couwenberg, O.

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
1998

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):
Couwenberg, O. (1998). De economische efficiëntie van het Nederlandse faillissementssysteem. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 72(12), 630-640.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

De economische efficiëntie van het Nederlandse faillissementssysteem

Dr. O. Couwenberg

1 Inleiding¹

Weinig economische problemen trekken zoveel aandacht als de problemen van een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming. De faillissementen van DAF NV (1993) en Fokker NV (1996) staan wat dat betreft wellicht het best in het geheugen gegrift. Naast deze 'grote' faillissementen zijn er ook veel kleinere ondernemingen die de regels van de Faillissementswet (Fwet) aan den lijve ondervinden. Maar het is niet alleen het faillissement van een bedrijf dat zich in de belangstelling van velen mag verheugen, ook de Fwet zelf staat in de schijnwerpers. Nadat de wet de afgelopen honderd jaar zonder al te veel omvangrijke wijzigingen heeft doorstaan, klinkt nu de roep om aanpassing van de regelgeving steeds luider². Men gaat ervan uit dat een dergelijk oude wet niet de benodigde regels omvat die noodzakelijk zijn om het huidige, dynamische bedrijfsleven de gelegenheid te geven de financiële problemen op adequate wijze het hoofd te bieden. De ultieme consequentie zou kunnen zijn dat partijen, betrokken bij een onderneming in financiële moeilijkheden, niet de gelegenheid krijgen een economisch correcte beslissing te nemen. In het proefschrift 'Resolving financial distress in the Netherlands, a case study approach' benader ik de vraag of de Fwet aan vervanging toe is vanuit een economische optiek (Couwenberg, 1997). Deze benadering

behelst het onderzoek naar het gedrag van betrokken partijen, zoals schuldeisers, aandeelhouders en werknemers. Hierbij wordt nagegaan of het gedrag van partijen inefficiënt is, dat wil zeggen dat de afzonderlijke beslissingen van de partijen tezamen leiden tot welvaartsverlies. Vanuit het financieel-economisch paradigma wordt een dergelijk welvaartsverlies gelijkgesteld met waardevernietiging. In de overwegingen die ten grondslag liggen aan de beslissingen van de partijen spelen wettelijke regels een belangrijke rol. Regels kunnen het gedrag van partijen beïnvloeden en daarmee deze waardevernietiging verminderen of wellicht zelfs voorkomen.

In deze bijdrage wordt stilgestaan bij enkele van de belangrijkste theoretische en empirische bevindingen die in het proefschrift worden besproken. Eerst wordt in paragraaf 2 het begrip 'onderneming in financiële moeilijkheden' toegelicht. Vervolgens wordt in paragraaf 3 een economische verklaring gegeven van het gedrag van betrokken partijen. In de vierde paragraaf volgt een kort overzicht van de methoden die ondernemingen in financiële moeilijkheden kunnen toepassen om de problemen op te lossen. De vijfde paragraaf is gewijd aan een toepassing van de in paragraaf drie besproken theoretische beginselen op de Fwet. In paragraaf 6 komen de resultaten aan bod die voortvloeien uit het empirisch deel van het onderzoek. Tot slot worden in paragraaf 7 enkele conclusies en beleidsimplicaties besproken.

2 Onderneming in financiële moeilijkheden

Met de aanzienlijke media-aandacht voor failliete ondernemingen lijkt het alsof bijna

Dr. O. Couwenberg is als universitair docent Ondernemingsfinanciering verbonden aan de Vakgroep Financiering, Belegging en Accounting van de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen.

iedereen zich wel een beeld kan vormen van de karakteristieken van een onderneming in financiële moeilijkheden. Het is echter niet mogelijk gebleken een praktische maatstaf te ontwikkelen aan de hand waarvan ondubbelzinnig kan komen vast te staan dat een onderneming ook daadwerkelijk in financiële moeilijkheden verkeert. Deze dubbelzinnigheid vindt zijn oorzaak in informatieverschillen en conflicterende belangen van betrokken partijen. Ondernemingen in financiële moeilijkheden verkeren veelal in liquiditeitsproblemen, maar het is op voorhand niet duidelijk of dit een tijdelijk of een structureel probleem is. Een tijdelijk liquiditeitstekort hoeft geen reden te zijn de onderneming te karakteriseren als zijnde in financiële moeilijkheden.

De vraag is echter hoe en door wie bepaald dient te worden of er sprake is van een tijdelijk of een structureel tekort. Welke partij heeft de meest complete informatieset en tevens ook de prikkel om op basis hiervan een objectief oordeel te vellen? En: wordt dit oordeel vervolgens ook geaccepteerd door de andere partijen?

Zowel academici als practici gebruiken het begrip insolventie om aan te geven dat er sprake is van een structureel tekort. Insolventie duidt op de situatie dat de contante waarde van de kasstromen voortvloeiende uit de activa minder is dan de nominale waarde van de verplichtingen.

Het bepalen of een onderneming insolvent is, impliceert dus een waardering van de onderneming. Betrokken partijen dienen zodoende niet alleen het kasstroompatroon van de onderneming te prognostiseren, zij dienen deze ook tot een contante waarde te herleiden. Vervolgens dienen zij overeenstemming te bereiken over het kasstroompatroon, de waarde van de onderneming en de wijze waarop de problemen het hoofd dienen te worden geboden. Indien overeenstemming wordt bereikt, dient ten slotte de waarde van de onderneming over de partijen te worden verdeeld. Het moge duidelijk zijn dat informatieverschillen tussen partijen kunnen leiden tot het ontbreken van overeenstemming, omdat partijen het op een volkomen eerlijke basis oneens zijn over de bovenstaande punten. De situatie wordt nog gecompliceerder indien verschillende methoden bestaan om de problemen op te lossen, waarbij de waarde van de onderneming op verschillende manieren over de partijen wordt verdeeld. Opportunisme kan er dan toe leiden dat partijen geen

overeenstemming kunnen bereiken. Uiteindelijk zal ondernemingswaarde verloren kunnen gaan, doordat besluiten uitblijven en/of de onderneming ten onrechte wordt ontmanteld.

Informatieverschillen en conflicterende belangen leiden ertoe dat partijen de financiële situatie van de onderneming verschillend beoordelen. Daarmee wordt het moeilijk om te komen tot een objectieve en exacte datering van de financiële moeilijkheden van de onderneming. Tevens leiden informatieverschillen en conflicterende belangen ertoe dat partijen om een verscheidenheid aan redenen ook verschillende oplossingen voor de problemen als de meest wenselijke zien. Het vinden van een voor iedere partij acceptabele oplossing, welke tevens leidt tot het nemen van de economisch correcte beslissing, wordt daardoor gehinderd. De noodzaak voor regelgeving vloeit voort uit de idee dat alle partijen gebaat zouden kunnen zijn bij regels die het proces van het komen tot een oplossing structureren en die verhinderen dat informatieverschillen en conflicterende belangen leiden tot ongewenste economische uitkomsten³.

3 De noodzaak voor regelgeving

Regels beïnvloeden de overwegingen van partijen bepaalde methoden te kiezen om te komen tot een oplossing van de problemen. Regels grijpen daarmee in op het gedrag en beïnvloeden tevens de kosten van het proces van het oplossen van de problemen. Maar welk gedrag dient te worden beïnvloed en welke regels zijn daarvoor vervolgens nodig? Binnen de economische theorie is het de zogenaamde 'incomplete contracting theory' die in staat is een deel van de gedragingen van de partijen betrokken bij een onderneming in financiële moeilijkheden te beschrijven. Daarmee is het zeker niet de enige, maar voor een economische studie betreffende ondernemingen in financiële moeilijkheden wel de meest relevante.

3.1 Onterechte ontmanteling en onterechte continuering

Incomplete contracten ontstaan doordat contractpartijen onmogelijk alle toekomstige eventualiteiten in contracten kunnen vatten of over deze eventualiteiten eenduidig en ondubbel-

zinnig kunnen communiceren. Indien vervolgens wordt aangenomen dat een partij zich in de toekomst opportunistisch kan gedragen, zal het duidelijk zijn dat ten eerste heronderhandelingen over gemaakte afspraken schering en inslag zullen zijn, en ten tweede dat vooral het verdelen van de uitkomsten van de gezamenlijke inspanning een probleem kan worden. Indien de heronderhandelingssituatie complexer wordt, is het voorstelbaar dat partijen niet tot een oplossing komen. Het gevolg daarvan kan zijn dat sommige partijen besluiten enkele waardevolle activa aan de onderneming te onttrekken. Indien een dergelijke onttrekking leidt tot het verloren gaan van een ondernemingsspecifieke combinatie van activa, wordt in het vervolg gesproken van een ontmanteling. Ontmanteling leidt tot waardeverlies indien de continuering van de onderneming een hogere waarde heeft. Het onttrekken van activa door enkelen kan ertoe leiden dat andere partijen ertoe overgaan zich activa toe te eigenen waarop zij geen rechten bezitten⁴. Schuldeisers zouden dit opportunistische gedrag en gesteggel bij de onderhandelingen kunnen voorkomen door van te voren gedragsregels af te spreken over hoe te handelen in zulke situaties. Echter, de incompleteheid van contracten en de problemen verbonden aan de organisatie van een diversiteit aan crediteuren in een collectief leiden ertoe dat coördinatie van gedragingen niet geschiedt⁵.

Bovenstaande problemen kunnen leiden tot een vanuit economische optiek onterechte ontmanteling van de onderneming. Een van de belangrijkste coördinatieproblemen betreft het zogenaamde 'debt overhang problem'. 'Debt overhang' ontstaat indien aandeelhouders bereid zijn de onderneming nieuw aandelenkapitaal ter beschikking te stellen voor een investering, doch bemerken dat de netto contante waarde van deze investering toekomt aan de schuldeisers van de onderneming en niet aan hen. Het gevolg is dat aandeelhouders niet bereid zijn deze middelen te verstrekken. 'Debt overhang' wordt echter pas een probleem indien partijen wegens coördinatieproblemen wordt verhinderd deze verdeling van de netto contante waarde door onderhandelingen te veranderen.

Naast een onterechte ontmanteling van de onderneming kan de onderneming ook onterecht worden gecontinueerd. Een dergelijke inefficiëntie kan ontstaan indien enkele betrokkenen de

gelegenheid hebben waarde te onttrekken aan de belangen van anderen, bijvoorbeeld doordat deze laatsten zich niet kunnen organiseren tot een collectief. Hoewel het rechtssysteem regels kent die de meest excessieve vormen van opportunisme indammen⁶, kan niet al het gedrag expliciet worden geregeld. Een voorbeeld hiervan is een financier die het krediet laat oplopen bij een onderneming die zou dienen te worden ontmanteld. Indien het totale uitstaande krediet, verschaft door deze financier, in ruime mate wordt gedekt door de waarde van de zekerheden, loopt deze financier weinig additioneel risico. Sterker nog, een dergelijke handelwijze kan zeer interessant zijn. Stel dat de verwachte toekomstige kasstroom met een bepaalde kans óf hoog zal zijn óf, met de complementerende kans, laag. Is de kasstroom in de volgende perioden nu laag dan is het waardeverlies voor de overige schuldeisers; er resteert minder aan waarde voor hen. Is de kasstroom hoog dan worden de schuldeisers afgelost, inclusief de financier, en behoudt de eigenaar het restant, of naar gelang de afspraken, deelt dit met de financier. In essentie eigenen de financier en de eigenaar zich de overwaarde van de zekerheden toe die bij een ontmanteling zou zijn toegekomen aan de overige schuldeisers. Door het bestaan van coördinatieproblemen hebben de overige schuldeisers geen zeggenschap over het hen toekomende deel van de waarde van de zekerheden.

De bovenstaande voorbeelden van onterechte ontmanteling en onterechte continuering zijn zogenaamde ex post inefficiënties. Met het in financiële problemen geraken van de onderneming kan zich een dergelijk economisch ongewenst resultaat voordoen. Partijen zijn bij het sluiten van contracten, ruim voordat de onderneming in financiële problemen zou kunnen geraken, op de hoogte van de consequenties indien financiële problemen zich mochten voordoen. Ex ante eisen partijen zekerheden, garanties of een risicopremie, mede afhankelijk van de wijze waarop het contract ten tijde van dergelijke financieel penibele situaties kan worden afgedwongen, c.q. nageleefd. Het veranderen van de regels om ex post inefficiënties te verminderen, leidt daarmee tevens tot een verandering in de onderhandelingssituatie ex ante. Voorzover een dergelijke verandering leidt tot bijvoorbeeld lagere geëiste risicopremies, dan is ex ante ook

sprake van een efficiëntieverbetering. Het is wel noodzakelijk te beseffen dat het verbeteren van de ex post efficiëntie niet per se hoeft te leiden tot een verbetering van de ex ante efficiëntie. Zo zou bijvoorbeeld het in faillissement toewijzen van meer bevoegdheden aan het management kunnen leiden tot een verbetering van de ex post efficiëntie. Ex ante echter zou dit kunnen leiden tot een zodanige toename van de 'agency costs' in de economie dat er juist sprake zou zijn van een afname van de efficiëntie van de regels. In het vervolg van dit artikel worden de regels van het Nederlandse faillissementssysteem allereerst op ex post efficiëntie nader geanalyseerd. Ten slotte dient eerst de situatie ex post duidelijk te zijn, voordat kan worden gediscussieerd over de ex ante consequenties van een aanpassing in de regels.

3.2 Economische beginselen voor faillissementsregels

Op basis van bovenstaande overwegingen is een van de belangrijkste doelen van een faillissementssysteem het voorkomen van de onterechte ontmanteling en de onterechte continuering van ondernemingen. De belangrijkste vraag is vervolgens hoe een systeem te ontwerpen dat hiervoor zorg draagt. Dienen de rechten van de diverse eisers te worden gerespecteerd of dient in de rechten te worden ingegrepen teneinde de onderneming de ruimte te geven te herstructureren? En zo ja, welke rechten dienen dan te worden ingeperkt? Redenerend vanuit het financieel-economisch standpunt dient de ondernemingswaarde te worden gemaximaliseerd. Alleen dan kan aan de betrokkenen uiteindelijk de hoogst mogelijke uitkering worden gedaan. Ingrijpen in rechten van betrokkenen kan alleen dan gerechtvaardigd zijn indien daardoor de ondernemingswaarde toeneemt. De 'incomplete contracting theory' sluit hierbij aan door een drietal beginselen af te leiden waaraan een faillissementswet zou dienen te voldoen teneinde de hiervoor besproken coördinatieproblemen te verminderen⁷. Om te voorkomen dat de onderneming onterecht voortijdig wordt ontmanteld, dient de wet regels te bevatten voor het collectief innen van de diverse schulden van de debiteur-onderneming.

Ten tweede dient de wet dan ook alle incassomaatregelen van individuele crediteuren over te nemen, om ervoor te zorgen dat indivi-

duële crediteuren de collectieve actie niet ondermijnen.

Ten derde dienen contractuele afspraken te worden gefixeerd teneinde ervoor te zorgen dat vanuit de wet geen prikkel uitgaat tot opportunistisch gedrag. Dit derde beginsel impliceert ook dat in faillissement geen nieuwe rechten dienen te worden gedefinieerd, noch dat sommige bestaande rechten meer dan andere rechten worden ingeperkt. Een dergelijke opzet lokt opportunistisch gedrag uit, omdat enkele partijen dan de gelegenheid wordt geboden via het faillissement de belangen van anderen te schaden.

Op basis van deze beginselen kunnen niet alleen bestaande wetten worden getoetst, maar kunnen ook pogingen worden ondernomen optimale faillissementsregels af te leiden. Zo stellen onder andere Bebchuk (1990) en Aghion, Hart en Moore (1992) voor, optie-achtige elementen te introduceren in de faillissementsregels. Zowel Bebchuk als Aghion et al. stellen voor de insolventie te elimineren door het vreemd vermogen, deels of geheel, te transformeren tot eigen vermogen of call-opties op het eigen vermogen. Met deze transformatie in eigen vermogen en/of opties op dit vermogen wordt beoogd de prikkel voor een willekeurige groep van schuldeisers om een andere groep van schuldeisers te benadelen, weg te nemen. De partijen kunnen de aandacht volledig richten op het streven de waarde van de onderneming te maximaliseren.

Naast deze voordelen zijn ook enkele nadelen te onderkennen. Zo hoeft de waardering van de diverse financiële claims niet eenvoudiger te worden, noch hoeft de verhandelbaarheid van deze claims toe te nemen ten opzicht van de huidige Nederlandse situatie, waarin in veel gevallen de activa van de onderneming worden verkocht. Ook zou een dergelijke transformatie niet tot een oplossing van alle conflicten hoeven te leiden. Bijvoorbeeld: toewijzing van aandelen, c.q. opties, wordt problematisch indien één schuldttitel uiteen valt in twee prioriteitsklassen. Het bepalen welk deel in welke klasse thuis behoort impliceert een waardering van de activa van de onderneming. Via deze waardering kunnen dan alsnog conflicten tussen partijen ontstaan.

Als laatste argument kan hier worden aangevoerd dat in plaats van belangenconflicten tussen diverse groepen van schuldeisers, conflicten kunnen ontstaan tussen minderheids- en groot-

aandeelhouders, waardoor een oplossing van de problemen eveneens vertraging kan ondervinden.

Een verdere bespreking van dergelijke optie-achtige faillissementsregels ligt echter buiten het bestek van dit artikel⁸. Hier staat de vraag centraal in hoeverre het Nederlandse faillissementsstelsel voldoet aan de bovenstaande beginselen en of het stelsel er ook in slaagt coördinatieproblemen te verminderen. Deze vraag kan op verschillende manieren worden beantwoord. Ten eerste kan worden gezien welke regels nu daadwerkelijk in het Nederlandse stelsel zijn gespecificeerd en kan een inschatting worden gemaakt in hoeverre de regels coördinatieproblemen weten te verminderen. Ten tweede kan worden bestudeerd op welke wijze het waarneembare gedrag van partijen betrokken bij een onderneming in financiële moeilijkheden wordt beïnvloedt door deze regels.

In de volgende paragraaf besteed ik eerst aandacht aan de methoden die ondernemingen in Nederland kunnen toepassen om de financiële problemen het hoofd te bieden. In de twee daaropvolgende paragrafen wordt het effect van de Nederlandse regels op het gedrag van betrokken partijen besproken en worden de resultaten van een empirische studie naar dit gedrag besproken.

4 De methoden

De manieren waarop een onderneming in financiële moeilijkheden de problemen te boven kan komen, zijn in essentie over de hele wereld dezelfde. Redenerend vanuit het balansmodel van de onderneming kunnen methoden worden onderscheiden die voornamelijk op de actiefzijde of de passiefzijde van de ondernemingsbalans ingrijpen. Logischerwijs kunnen deze methoden ook tegelijkertijd of opeenvolgend in de tijd worden gebruikt. Eerst zal hieronder worden ingegaan op de methoden die de actiefzijde van de balans betreffen en vervolgens de methoden die de passiefzijde betreffen.

4.1 Herstructurering van activa

De onderneming kan pogen de activa beter te benutten. Het feit dat de onderneming in financiële moeilijkheden is, impliceert dat omzetprognoses door allerlei oorzaken niet konden en kunnen worden gehaald. Een kostenreductie,

bijvoorbeeld een vermindering van de personele bezetting, ligt dan voor de hand. Ook kan de onderneming worden overgenomen door een derde partij die de activa beter weet te benutten.

Tot slot kan de onderneming nog worden geliquideerd of ontmanteld. Indien de oplossing binnen de Fwet dient te worden gezocht, blijft alleen de keuze tussen liquidatie en ontmanteling over. Hierbij rust de beslissingsbevoegdheid uiteindelijk bij de curator. In het onderzoek wordt expliciet onderscheid gemaakt tussen een liquidatie en een ontmanteling. Liquidatie wordt gedefinieerd als een verkoop van al het actief, of gerelateerde sets van activa, waarbij de overnemende partij de activiteiten van de gefailleerde onderneming voortzet. Het begrip ontmanteling is hierboven al gedefinieerd als een verkoop van de activa, waarbij de ondernemingsspecifieke combinatie van die activa verloren gaat.

Uit het, voornamelijk Amerikaanse, onderzoek komt een complex beeld naar voren met betrekking tot de redenen waarom de ondernemingsleiding besluit de onderneming (gedeeltelijk) te liquideren. Verkoop van activa betekent vooraleer een kleinere onderneming, terwijl managers ondernemingsomvang en vooral de daaraan verbonden 'corporate control' waarde- ren⁹. Verkoop van actief kan ook impliceren dat een voorheen genomen investeringsbeslissing verkeerd heeft uitgepakt. Verkoop wordt daarmee onaantrekkelijk voor managers (Boot, 1992). De handelwijze van managers ten aanzien van een verkoop van activa wordt in sterke mate beïnvloed door de mate waarin disciplinerende mechanismen als het voldoen aan betalingsverplichtingen (Jensen, 1986), het in stand houden van een goede reputatie (Fama, 1980), de overnamemarkt (Manne, 1965), en de Faillissementswet werken. Een overnamedreiging of de dreiging van ontslag zal geloofwaardig genoeg dienen te zijn om een wellicht bijna natuurlijke tegenstand om activa niet te verkopen, te neutraliseren. Indien arbeidsmarkten en overnamemarkten niet goed zijn ontwikkeld dan is de effectiviteit hiervan gering en komt automatisch de overige mechanismen, en in het bijzonder de faillissementsregels, een belangrijkere rol toe. Hierbij blijft dan wel de vraag staan of inefficiëntie in dergelijke markten tegen geringe meerkosten via die overige mechanismen kan worden opgevangen.

Uit het Amerikaanse onderzoek naar de verkoop van activa kunnen enkele determinanten van de beslissing wel of niet tot verkoop over te gaan worden afgeleid. Deze zijn:

- 1 De complexiteit in de uitstaande financiële verplichtingen. Naarmate meer financiële contracten met ieder verschillende voorwaarden uitstaan, wordt het heronderhandelen over deze contracten kostbaarder en problematischer. Logischerwijs wordt daarmee het verkopen van activa aantrekkelijker.
- 2 De complexiteit in de activastructuur van de onderneming. Ondernemingen met verschillende sets van gerelateerde activa gaan sneller over tot het verkopen van activa¹⁰.
- 3 Verkoop van activa is onaantrekkelijk in industriesectoren die in een recessie verkeren. Prijzen kunnen wellicht zodanig onder druk staan dat een verkoop uitermate onaantrekkelijk is¹¹.

4.2 Financiële herstructurering

Met een financiële herstructurering poogt de onderneming de voorwaarden van haar financiële contracten aan te passen, zodanig dat zij weer, wellicht op termijn, kan voldoen aan de daaruit voortvloeiende verplichtingen. Een dergelijke herstructurering kan interessant zijn indien de herstructurering van de actiefzijde relatief gezien meer kosten met zich brengt en/of zoveel tijd vergt dat lopende verplichtingen wel moeten worden aangepast. Teneinde de problemen te boven te komen, kan de onderneming via uitgifte van aandelen en/of schuldtitels trachten het liquiditeitstekort op te vangen. Echter, informatie-asymmetrieën en agency-problemen kunnen de toegang tot zowel de onderhandse als de publieke vermogensmarkt blokkeren¹². Daarnaast kan de waarde van de onderneming zodanig zijn gedaald dat een aandelenemissie, zelfs na afstemming van de uitstaande aandelen tot een symbolische nominale waarde, onmogelijk wordt. Vooraleer dan tot emissie kan worden overgegaan zullen eerst de verplichtingen dienen te worden aangepast. Een dergelijke aanpassing kan zijn dat door de onderneming beloofde interest en aflossingen worden verminderd, dat de looptijd van uitstaande leningen wordt verlengd, en zelfs dat (een deel van de) financiële verplichtingen voor een aandelenbelang wordt geruild¹³. Indien de onderneming er niet in slaagt buiten faillissement

een dergelijke aanpassing uit te voeren, zal zij het faillissement niet kunnen vermijden.

Binnen de Fwet bestaat de mogelijkheid de crediteuren van de onderneming een faillissementsakkoord aan te bieden¹⁴. Een dergelijk akkoord werkt alleen ten aanzien van de concurrente crediteuren. Dit impliceert niet dat separatisten¹⁵ en preferente schuldeisers geen rol spelen bij de totstandkoming van een dergelijk akkoord. Veelal zullen zij op voorhand bij de financiële herstructurering moeten worden betrokken om zekerheid te hebben dat de middelen die beschikbaar zijn voor een akkoord ook daadwerkelijk aan de concurrente crediteuren worden uitgekeerd.

Ten slotte biedt het Nederlandse systeem nog een methode, en wel die van de financiële herstructurering vermomd als een activatransactie in faillissement. Hoewel de activatransactie in faillissement veelal wordt gebruikt om ondernemingsactiviteiten voort te zetten in een rechtspersoon, welke wordt gehouden door een derde partij, kan deze ook worden gebruikt om de onderneming financieel te herstructureren. In essentie worden dan de activa 'her'verkocht aan dezelfde eigenaren als voorheen. Anders gesteld: de eigendomsstructuur van de onderneming verandert niet of nauwelijks, alleen de financiële claims veranderen van karakter. Dit geeft direct het grootste verschil aan met de liquidatie, welke eveneens via de activatransactie in faillissement zal worden geëffectueerd. Bij een liquidatie zal de identiteit van de eigenaren van de activa wel veranderen. Voor beide oplossingen geldt dat de overnemende partij(en) de activa onbezwaard kunnen verkrijgen en de arbeidsovereenkomsten van werknemers niet hoeven over te nemen¹⁶.

Met deze beschrijving van de mogelijke methoden die leiden tot een financiële herstructurering, komt de vraag op welke de determinanten zijn van de keuze voor één van de methoden. Ook hier geldt dat bijna al het (economisch) onderzoek naar de financiële herstructurering Amerikaans of Engels van origine is. De onderzoeken richten zich vooral op de vraag waarom sommige bedrijven buiten de rechtbank hun problemen weten op te lossen (een 'out-of-court settlement') en andere de rechtbank hier juist voor nodig hebben (voor de Amerikaanse situatie: een 'Chapter 11'-procedure). Hierbij leidt de 'Chapter 11'-procedure tot een herstructurering van de uitstaande financiële contracten.

Het 'Chapter 7' van de Amerikaanse wet is juist bedoeld voor de liquidatie van de onderneming. Dit betekent dat het aanvragen van een 'Chapter 11'-procedure impliceert dat de keuze al is beslecht ten faveure van de financiële herstructurering¹⁷. In de keuze tussen een 'out-of-court settlement' en een 'Chapter 11'-procedure blijken ook hier vooral activakarakteristieken en karakteristieken van de uitstaande verplichtingen belangrijk. Uit het empirisch onderzoek komt naar voren dat ondernemingen met aanzienlijke immateriële activa en een relatief geconcentreerde eigendomsstructuur¹⁸ van het uitstaande vreemd vermogen, kans hebben een 'out-of-court settlement' te bewerkstelligen. De achterliggende idee is dat de kosten, zowel de 'out-of-pocket' als de 'opportunity costs', toenemen naarmate meer activa immaterieel zijn en meer partijen betrokken zijn bij de heronderhandelingen omtrent de uitstaande verplichtingen.

5 Nederlandse faillissementsregels en coördinatieproblemen

De bestudering van de Nederlandse regels met het oog op een vermindering van coördinatieproblemen leidt onder andere tot een discussie van de positie van zekerheidscrediteuren, werknemers, belastingdienst en bedrijfsvereniging, leveranciers en leasemaatschappijen. Enkele van de belangrijkste bevindingen vat ik hier samen.

Ten aanzien van de drie hiervoor besproken beginselen lijkt de Fwet deze te ondersteunen. In de wet zijn regels gespecificeerd die zorgen voor een collectieve inning van de schulden (Fwet artt. 25-28). Hierbij worden alle incasso- maatregelen van individuele crediteuren geannuleerd voor de duur van het faillissement (Fwet artt. 29, 33). Tevens zorgt de wet voor een fixatie van de schulden, zowel van de nominale waarde als ook van de prioriteit (Fwet artt. 20, 35).

Vervolgens dienen bij de afweging de onderneming te ontmantelen, liquideren of te continueren de contracten van de diverse schuldeisers te worden gerespecteerd. Zo worden zekerheidscrediteuren door de Fwet beschermd. De zekerheden komen alleen die crediteuren toe die ook contractueel een recht daartoe bezitten. Echter, met de invoering van de afkoelingsperiode van maximaal twee maanden wordt zekerheidscrediteuren hun recht tot parate executie onthouden. Effectief betekent de afkoelingsperiode dat de onderne-

ming nog maximaal twee maanden gebruik zou kunnen maken van het door zekerheidscrediteuren ter beschikking gestelde vermogen. Hiervoor wordt onder de huidige regels geen compensatie gegeven, noch voor de tijdsduur noch voor de risico's die deze crediteuren gedwongen worden te accepteren¹⁹. De implicatie hiervan kan zijn dat zekerheidscrediteuren een marge zullen aanhouden teneinde compensatie via de overwaarde van de zekerheden veilig te stellen. Een periode van twee maanden lijkt vrij kort, zeker indien alleen de tijdsvoorkeur in ogenschouw wordt genomen. Bedacht dient te worden dat gedurende deze twee maanden ook risico's kunnen worden genomen die een aanzienlijk hogere compensatie verdienen dan deze tijdsvoorkeuervoet, of zelfs de contractueel vastgelegde rentevoeten.

De tweede observatie betreft de rechten van werknemers. Onder het BW 7:666 worden werknemersrechten ingeperkt. Aldus verschillen de rechten van een belangrijke partij binnen faillissement met de rechten die zij hebben buiten faillissement. Dit verschaft andere partijen de gelegenheid en de prikkel het faillissement te gebruiken om werknemers te ontslaan²⁰.

Een laatste observatie betreft de prioriteitsregels in het systeem. De huidige definiëring van de prioriteitsregels kan leiden tot conflicten tussen schuldeisers. Zo kunnen schuldeisers die pandrecht hebben verkregen op sommige activa, schuldeisers die het eigendom van geleverde goederen voorbehouden, en leasemaatschappijen in conflict komen met de Belastingdienst²¹. Dergelijke conflicten kunnen uiteindelijk weer leiden tot gedrag dat de regels in de Faillissementswet juist tracht te bezweren.

Hoewel vanuit een theoretische beschouwing een dergelijk effect op gedrag kan worden gepostuleerd, is uiteindelijk empirisch onderzoek noodzakelijk om vast te stellen of dergelijke effecten ook daadwerkelijk kunnen worden waargenomen, c.q. kunnen worden afgeleid uit observeerbaar gedrag en/of gedocumenteerde beslissingen.

6 Een empirische studie naar de werking van de Faillissementswet

Centraal in het empirisch onderzoek staat de vraag hoe partijen een oplossing trachten te vinden voor de problemen en waarom zij juist bepaalde methoden verkiezen boven andere.

Teneinde inzicht te krijgen in dit gedrag is voor de casestudy-methode gekozen. Voor het onderzoek zijn vier ondernemingen in financiële moeilijkheden bestudeerd. Twee van de vier ondernemingen waren rechtspersonen, de overige twee niet. De ondernemingen waren zeer verschillend van omvang. Zo had de kleinste onderneming van de vier slechts 2% van de activa van de grootste. Zie Couwenberg (1997) voor de integrale verslagen van de vier casussen.

De vier casussen bleken duidelijk niet representatief te zijn voor alle ondernemingen in financiële moeilijkheden. Zo zijn bijvoorbeeld de zogenaamde 'firm recovery rates' van de vier ondernemingen aanzienlijk hoger dan de gemiddelde 'firm recovery rate' zoals deze door het CBS wordt berekend over alle faillissementen¹².

Ten aanzien van de manieren waarop de vier ondernemingen de problemen hebben getracht op te lossen kan worden gesteld dat gezamenlijk zij bijna alle methoden wel hebben overwogen en/of uitgevoerd. Alle vier de ondernemingen gebruikten de activatransactie om de economisch rendabele (delen van de) onderneming, of in een andere rechtspersoon of via verkoop aan een concurrent, te continueren¹³. Daarnaast boden de twee ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid respectievelijk een onderhands akkoord en een surseance-akkoord aan crediteuren aan. Dit akkoord was nodig teneinde de aansprakelijkheid van de eigenaren voor de respectievelijke schulden van de twee ondernemingen te limiteren. De verkoop van de economisch rendabele delen van de vier ondernemingen bleek binnen driekwart jaar te kunnen worden geëffectueerd.

Veel meer tijd was echter gemoeid met het oplossen van de financiële moeilijkheden van de achterblijvende juridische entiteit waarbinnen de activiteiten voorheen werden georganiseerd. Het topmanagement van ieder van de vier ondernemingen verloor die positie. In drie van de vier cases werd het topmanagement een baan aangeboden door de koper van de activa, doch wel op een lager niveau in die organisatie. Voor alle vier de cases gold dat een aanzienlijk deel van de werknemers werd ontslagen.

Uit de studie naar het gedrag van de betrokken partijen komt naar voren op welke manier de regels partijen beïnvloeden in hun keuze van de methoden en de wijze waarop coördinatieproble-

men van schuldeisers worden verminderd. Zo beperkte het Nederlandse faillissementssysteem de gevolgen van coördinatieproblemen van crediteuren. De activatransactie in faillissement maakte het voor de twee ondernemingen met rechtspersoonlijkheid mogelijk de gevolgen die hadden kunnen voortvloeien uit het 'debt overhang problem' te voorkomen. Voor de twee ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid konden deze gevolgen niet met de activatransactie in faillissement worden voorkomen. Alleen doordat de crediteuren in deze twee gevallen het onderhands akkoord respectievelijk het surseance-akkoord aanvaardden, bleek het mogelijk de financiële problemen op te lossen. Geen bewijs kon worden gevonden voor het vermoeden dat het faillissementssysteem door (een coalitie van) partijen kon worden gebruikt om ondernemingswaarde op een opportunistische manier onderling te verdelen.

Naast deze coördinatieproblemen leverde de studie nog enkele observaties op betreffende het mogelijke opportunistisch gedrag van partijen welke door de regels van het faillissementssysteem wordt ontlokt. Zo blijken de zekerheidscrediteuren niet altijd op adequate compensatie te kunnen rekenen in faillissement. Ondanks deze inadequate compensatie van zekerheidscrediteuren in faillissement kon geen bewijs worden gevonden dat concurrente crediteuren opportunistisch gebruik hebben kunnen maken van deze situatie. Ten aanzien van de positie van werknemers bleek dat ieder van de vier ondernemingen een aanzienlijk deel van de werknemers ontsloeg. Er kon echter geen bewijs worden gevonden dat een dergelijk grootschalig ontslag op opportunistische gronden geschiedde. Voor wat betreft mogelijke conflicten tussen verschillende crediteuren over de rechten op zogenaamde bodemzaken, werd gevonden dat de oplossing van de financiële problemen niet hierdoor werd bemoeilijkt. Voor een zeer belangrijk deel kan dit worden verklaard uit de observatie dat de opbrengsten uit de verkoop van activa voldoende waren om aan de eisen van de elkaar betwistende partijen te voldoen. Ten slotte bleken de zogenaamde 'out-of-pocket'-faillissementskosten voor de vier ondernemingen, indien gerelateerd aan het balanstotaal, niet veel af te wijken van schattingen die elders, voornamelijk voor de Amerikaanse situatie, zijn gepubliceerd.

7 Conclusies en beleidsimplicaties

Als algemene conclusie kan op basis van het onderhavige empirische onderzoek worden gesteld dat geen ondersteuning kon worden gevonden voor de stelling dat het Nederlandse faillissementssysteem inefficiënt zou zijn. In het systeem zijn regels gespecificeerd die daadwerkelijk de coördinatieproblemen van schuldeisers verminderden. Daarbij bleken de 'out-of-pocket costs' op een acceptabel niveau te liggen. Het systeem gaf de ondernemingen ook voldoende mogelijkheden een onterechte ontmanteling via een activatransactie te vermijden. Ook werd geen bewijs gevonden dat een coalitie van partijen zich ondernemingswaarde opportunistisch kon toe-eigenen.

Aan deze algemene conclusies zijn echter drie restricties verbonden. Ten eerste bleek de activatransactie voor ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid niet altijd toereikend om de financiële problemen op te lossen. Indien na verkoop van al het actief nog schulden resteren, blijft de ondernemer hiervoor aansprakelijk. De consequentie hiervan is dat de ondernemer het inkomen dat hij met zijn kennis en ervaring zou kunnen verdienen, dient af te staan aan zijn schuldeisers. Daarmee is er voor de ondernemer geen prikkel aanwezig deze kennis en ervaring ook productief te gebruiken. Mocht deze vorm van 'capital' noodzakelijk zijn voor het continueren van de activiteiten van de onderneming, dan bestaat de mogelijkheid dat deze activiteiten niet worden voortgezet.

Een tweede voorbehoud is dat in het huidige systeem de mogelijkheid van opportunistische acties ten nadele van zekerheidscrediteuren en werknemers blijft bestaan. De consequentie hiervan kan zijn dat deze partijen in ex ante onderhandelingsituaties een vergoeding voor dit risico en/of de additionele contractuele voorwaarden zullen eisen.

Ten slotte kunnen in het huidige systeem conflicten tussen crediteuren ontstaan over de rechten op bodemzaken. Deze conflicten kunnen het proces van het oplossen van de financiële problemen bemoeilijken.

Op basis van de bevindingen van het onderzoek worden de hieruit voortvloeiende beleidsimplicaties betreffende de regelgeving besproken. Hier bespreek ik enkele van de belangrijkste implicaties.

De eerste betreft de beperking in aansprake-

lijkheid van natuurlijke personen. Het beperken van de aansprakelijkheid leidt ertoe dat de ondernemer zijn verdiensten niet of slechts voor een deel hoeft uit te keren aan de na beëindiging van het faillissement nog onbetaald gebleven schuldeisers. Hoewel een dergelijke beperking in de aansprakelijkheid de gevolgen van het 'debt overhang problem' kan beperken, ontstaat hierdoor ook voor de debiteur de gelegenheid zich ten opzichte van zijn schuldeisers opportunistisch te gedragen. Het moge duidelijk zijn dat het hier een afweging betreft tussen ex post en ex ante (in)efficiëntie. Te dien aangaande kan worden gemeld dat per 1 december 1998 de Wet schuldsanering natuurlijke personen in werking treedt. In deze wet wordt de aansprakelijkheid van een natuurlijk persoon voor zijn schulden beperkt tot drie jaar.

Een tweede beleidsimplicatie betreft het systeem van crediteurenrechten. Te dien aangaande kan een aanpassing op een drietal punten worden overwogen. De eerste aanpassing betreft het vermijden van mogelijke conflicten tussen crediteuren die recht hebben op bodemzaken. Het geheel wegnemen van de kans op conflicten impliceert dat de wetgever óf de crediteuren met rechten op bodemzaken deze rechten ontnemt, óf de Belastingdienst de rechten op deze zaken ontnemt. Echter, zowel het theoretisch als het empirisch onderzoek leverde geen doorslaggevende argumenten voor het onderbouwen van een keuze voor een van beide alternatieven. Op basis van efficiëntie-overwegingen alleen kan derhalve een dergelijke keuze niet worden gemaakt. De tweede aanpassing betreft de rechten van werknemers. Het opportunistisch gebruik van het faillissement om werknemers te ontslaan, is onmogelijk te voorkomen indien de overheid werknemers wil beschermen tegen arbeidsmarkt-imperfecties, en tegelijkertijd ondernemingen in financiële moeilijkheden de gelegenheid wil geven te reorganiseren. Opportunistisch gebruik van de regels kan worden voorkomen indien werknemers in faillissement dezelfde rechten wordt toegekend als daarbuiten, of werknemers dezelfde rechten buiten faillissement wordt toegekend als in faillissement. In het eerste geval wordt de reorganisatie van ondernemingen via de activatransactie ernstig bemoeilijkt; in het tweede geval worden werknemers niet meer beschermd tegen arbeidsmarkt-imperfecties. Overigens geldt wel dat met de ontwikkeling van arbeidsmarkten in de loop

van de tijd de overwegingen betreffende de bescherming van werknemers kunnen veranderen en kunnen leiden tot andere ideeën omtrent regelgeving.

Ten slotte betreft de derde aanpassing het compenseren van zekerheidscrediteuren voor het te dragen risico gedurende de afkoelingsperiode. Een dergelijke compensatie maakt betrokken partijen duidelijk dat aan het gebruik van vermogen een prijskaartje hangt en dat het loont om snel tot een oplossing van de problemen te komen. De huidige afkoelingsperiode is met een maximum van twee maanden relatief kort. De door zekerheidscrediteuren gederfde opbrengsten zullen dan ook in veel gevallen niet een onoverkomelijke schadepost zijn. De vraag kan ook worden gesteld of de afkoelingsperiode dient te worden verlengd om de curator meer tijd te gunnen de boedel te onderzoeken op waardevolle onderdelen. Uit het onderzoek bleek niet dat de afkoelingsperiode te kort zou zijn. Meer onderzoek lijkt noodzakelijk om op deze vraag een definitief antwoord te verkrijgen. Mocht een verlenging van de afkoelingsperiode inderdaad noodzakelijk blijken, dan dient ook de compensatie van zekerheidscrediteuren opnieuw te worden bezien.

LITERATUUR

- Aghion, P., O. Hart, en J. Moore, (1992), The Economics of Bankruptcy Reform, *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 8, no. 3, pp. 523-546.
- Asquith, P., R. Gertner en D. Scharfstein, (1994), Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers, *The Quarterly Journal of Economics*, August, pp. 625-658.
- Baird, D.G. en T.H. Jackson, (1984), Corporate Reorganization and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, *University of Chicago Law Review*, vol. 51, pp. 97-130.
- Barclay, M.J. en C.G. Holderness, (1989), Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 371-396.
- Bebchuk, L.A., (1990), A New Approach to Corporate Reorganizations, in L.A. Bebchuk, *Corporate Law and Economic Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 150-181.
- Boer, De A.H.Th., (1991), *Faillissementswet*, Editie Schuurman & Jordens, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 21ste druk.
- Boot, A.W.A., (1992), Why hang on to Losers? Divestitures and Takeovers, *The Journal of Finance*, vol. XLVII, no. 4, pp. 1401-1423.
- Buchem-Spapens, van A.M.J., (1995), *Faillissement en surséance van betaling*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 5e druk.
- Burgerlijk Wetboek, (1995), Editie 95/96, Kluwer, Deventer.
- Centraal Bureau voor de Statistiek, *Faillissementsstatistiek*, Heerlen.
- Couwenberg, O., (1996), Waardemanagement bij ondernemingen in financiële moeilijkheden, in P.J.J.M. van Loon en J.H. von Eije (red.), (1996), *De Financiële Functie en Ondernemingswaarde*, Samsom Bedrijfsinformatie, pp. 115-132.
- Couwenberg, O., (1997), *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, a case study approach, proefschrift Rijksuniversiteit Groningen.
- Couwenberg, O., (1998), Nederlandse Faillissementswet: meer dan honderd jaar jong, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, jrg. 4, nr. 5, pp. 89-91.
- Fama, E.F., (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 21, pp. 288-307.
- Giammarino, R.M., (1989), The Resolution of Financial Distress, *The Review of Financial Studies*, vol. 2, no. 1, pp. 25-47.
- Jackson, T.H., (1982), Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, *The Yale Law Journal*, vol. 91, no. 5, pp. 857-907.
- Jackson, T.H., (1986), Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 60, pp. 399-428.
- Jensen, M.C., (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. en W.H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Knegt, R., (1996), *Faillissementen en selectief ontslag*, Hugo Sinzheimer Instituut, Universiteit van Amsterdam.
- Lang, L.H.P., A. Poulsen en R. Stulz, (1995), Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 3-37.
- Liagre Böhl, De E.W.J.H., (1991), *Sanering en faillissement naar huidig en nieuw recht*, Kluwer, Deventer.
- Manne, H.G., (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol. 73, no. 2, pp. 110-120.
- Myers, S.C., (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.
- Myers, S.C. en N.S. Majluf, (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- Olson, M., (1965), *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press, Cambridge Mass.
- Schleifer, A. en R.W. Vishny, (1992), Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, pp. 1343-1366.

NOTEN

- 1 De auteur dankt Drs. M.E. Helmantel en de redactie voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Overigens zijn de regels betreffende de ondernemingen in financiële moeilijkheden niet alleen vastgelegd in de Faillissementswet. Zo zijn ook de nodige regels vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek (en wel Boek 3, 6 en 7), de Werkloosheidswet en de Invorderingswet. In dit artikel wordt de term faillissementssysteem gebruikt om dit geheel van regels aan te duiden.
- 3 Giammarino (1989) beargumenteert dat informatieverschillen en conflicterende belangen betrokken partijen de prikkel geven zelfs van een kostbare procedure gebruik te maken.
- 4 Hieruit volgt dat de onderneming is te karakteriseren als een 'common pool'.
- 5 Een klassieke vorm van het zogenaamde 'collective action problem', zie Olson (1965).
- 6 Denk hierbij aan de regels betreffende de bestuurdersaansprakelijkheid en fraude.
- 7 Deze beginselen zijn als zodanig voor het eerst geformuleerd door Jackson (1982, 1986) en Baird en Jackson (1984).
- 8 Daarenboven behoeven de Nederlandse regels niet noodzakelijkerwijs te worden aangepast om met behulp van opties een financiële herstructurering door te kunnen voeren. Zie Couwenberg (1997, p. 238) voor een voorbeeld hoe een dergelijke optie-achtige benadering kan worden toegepast.
- 9 Zie voor een overzicht van de door managers gegeven motieven om tot verkoop van actief over te gaan Lang et al. (1995). Zie Barclay en Holderness (1989) voor het argument dat aan 'control', 'private benefits' kunnen worden ontleend.
- 10 Asquith et al. (1994) vinden dat ondernemingen die een belangrijk deel van de activa verkopen (meer dan 20%) een grotere kans hebben het faillissement te ontlopen dan ondernemingen die dit niet doen.
- 11 Zie Schleifer en Vishny (1992) voor een evenwichtstheoretische benadering van het begrip 'asset illiquidity'.
- 12 Zie Myers en Majluf (1984). Zij beargumenteren dat ondernemingen door informatie-asymmetrieën de toegang tot vermogensmarkten wordt verhinderd. Mogelijke agency-problemen zijn 'underinvestment' (Myers, 1977), 'asset substitution' (Jensen en Meckling, 1976) en 'managerial discretion' (Jensen, 1986).
- 13 Afhankelijk van de mate van insolventie zal het nominale aandelenkapitaal eerst dienen te worden afgestempeld, voordat tot een dergelijke ruil kan worden overgegaan.
- 14 De Fwet biedt ook de mogelijkheid een dergelijk akkoord via de surseance van betaling tot stand te brengen. De regels betreffende het faillissementsakkoord en het surseance-

akkoord verschillen echter in zeer geringe mate van elkaar. Ik ga in dit artikel niet verder in op het juridische onderscheid tussen beide regelingen. De lezer zij verwezen naar enkele goede introducties in de faillissementswetgeving. Zie hiertoe Buchem-Spapens (1995), of de Liagre Böhl (1991), en de Boer (1991) voor de wet zelf.

15 Separatisten zijn die schuldeisers die een hypothecair recht of pandrecht hebben bedongen van de onderneming.

16 BW 7:663 specificeert dat van rechtswege de verplichtingen voortvloeiend uit de arbeidscontracten aangegaan met de werknemers, overgaan op de verkrijger van de activa. BW 7:666 specificeert dat dit recht niet geldt in faillissement. Dit zijn overigens de meest bekende voordelen van een dergelijke transactie. Andere voordelen zijn dat er een maximumtermijn is waarbinnen ontslag kan worden geëffectueerd, en dat de curator geen toestemming van het Gewestelijk Arbeidsbureau nodig heeft. Belangrijkste nadelen zijn het verloren gaan van verliescompensatie, verlies van reputatie, marktaandeel en gekwalificeerd personeel. Zie voor een gestyleerd voorbeeld en een bespreking van de voor- en nadelen van een dergelijke transactie ook Couwenberg (1996).

17 Er bestaan aanzienlijke verschillen in regelgeving tussen de Verenigde Staten en Nederland. De nodige voorzichtigheid is dan ook geboden in de vergelijking van deze twee wettelijke systemen. Zie voor een korte discussie Couwenberg (1998).

18 Deze geconcentreerdheid uit zich dan vooral in een beperkt aantal financiers die een aanzienlijk deel van het totaal uitstaande vermogen hebben verstrekt, en een beperkt aantal verschillende financiële contracten.

19 Voorzover de nominale waarde van de lening inclusief opgelopen interest lager is dan de liquidatiewaarde van het actief, kan de zekerheidscrediteur de contractuele vermogenskosten over deze periode salderen met deze overwaarde.

20 Deze observatie is geenszins nieuw, doch kan hier niet onvermeld blijven, gezien het toegepaste economische model. Zie ook Knecht (1996) voor een studie naar selectief ontslag van werknemers in faillissement.

21 Het betreft hier de zogenaamde bodemzaken. Overigens zijn de wettelijke regels betreffende de rechten van de Belastingdienst complex. Deze hebben ook een verschillende uitwerking op het gedrag van de Belastingdienst. In het kader van dit artikel voert het te ver om dit complexe systeem te bediscussieren.

22 De 'firm recovery rate' is gedefinieerd als de verhouding van de waarde die alle crediteuren tezamen verkrijgen bij de afwikkeling van het faillissement ten opzichte van het totale nominale bedrag welke alle crediteuren gezamenlijk van de onderneming eisen. Voor de casussen waren deze 'firm recovery rates' respectievelijk 100%, 78%, 76%, en 36%; het CBS-cijfer is 22%.

23 Hierbij werden ook immateriële activa als patenten, octrooien en merknamen overgedragen.